

## CÔNG TY CỔ PHẦN TẬP ĐOÀN HOA SEN (HSX: HSG)

**Nguyễn Nhật Hoàng**

Chuyên viên phân tích

 Email: [hoangnn@fpts.com.vn](mailto:hoangnn@fpts.com.vn)

Điện thoại: (+824) – 3773 7070 - Ext: 4306

### CẬP NHẬT KẾT QUẢ KINH DOANH QUÝ 4/NĐTC 2017-2018

**Biến động giá cổ phiếu HSG và VN Index**


**Doanh thu thuần quý 4 của NĐTC 2017 - 2018 của CTCP Tập đoàn Hoa Sen (HSG) đạt 8.565 tỷ đồng, tăng 23% so với cùng kỳ. Tuy nhiên, HSG ghi nhận lỗ sau thuế 102 tỷ đồng, giảm 150% so với cùng kỳ. Nguyên nhân chủ yếu là do chi phí HRC đầu vào tăng nhanh (trung bình 9 tháng tăng 19,8%), ảnh hưởng tiêu cực tới tỷ suất lợi nhuận gộp của doanh nghiệp (giảm xuống mức 8,4% trong Q4/NĐTC 17-18 so với mức 16,2% tại Q4/NĐTC 16-17).**

**Sản lượng tôn mạ tiêu thụ trong Q4/NĐTC 17-18 đạt (+8% yoy) và sản lượng lũy kế 9 tháng đầu năm 2018 đạt 978.000 tấn (+10,7% yoy). Thị phần của HSG vẫn đứng đầu cả nước trong mảng tôn mạ (34% thị phần) và thứ hai trong mảng ống thép (18% thị phần).**

**Chi phí lãi vay tăng 68% trong NĐTC 17-18, tác động rất mạnh đến lợi nhuận.** Tại thời điểm cuối năm tài chính 2018, tổng mức vay nợ của HSG đạt 14,300 tỷ đồng, tăng 21% so với cuối năm tài chính 2017. Tỷ lệ nợ vay/vốn chủ sở hữu của HSG đang ở mức 2,78 lần – mức cao nhất kể từ năm 2011 cho tới nay.

**Lỗ tỷ giá cao hơn dự kiến cũng ảnh hưởng tiêu cực đến lợi nhuận.** Trung bình trong 9 tháng 2018, VND mất giá khoảng 2,57% so với USD, ảnh hưởng tới chi phí nhập nguyên liệu HRC nhập khẩu. Do đó HSG ghi nhận khoản lỗ tỷ giá 191 tỷ đồng trong năm tài chính 2018 so với mức 98 tỷ đồng trong năm 2017.

**Ghi nhận thu nhập từ hoạt động thoái vốn giúp bù đắp cho khoản lỗ từ hoạt động kinh doanh cốt lõi trong quý 4/2018.** Trong Q4/NĐTC 17-18, HSG đã ghi nhận khoảng 102 tỷ đồng doanh thu tài chính từ việc thoái 45% vốn khỏi liên doanh cảng Hoa Sen – Gemadept. Cũng trong thời gian này, HSG đã giải thể 2 công ty thành viên liên quan tới dự án khu du lịch sinh thái hồ Vân Hội, Yên Bái do không tổ chức được sản xuất kinh doanh. ([chi tiết](#))

**Triển vọng về hoạt động kinh doanh của doanh nghiệp trong thời gian tới là khá tiêu cực.** Cạnh tranh trên thị trường tôn mạ trở nên gay gắt hơn do các nhà sản xuất lớn nội địa đều mở rộng công suất (Hòa Phát, Nam Kim, Tôn Đông Á) và thị trường quốc tế chịu ảnh hưởng tiêu cực từ làn sóng bảo hộ thương mại, dẫn đến triển vọng của HSG kém khả quan hơn. ([chi tiết](#))

Với mức giá 8.720 đ/cp, cổ phiếu HSG đang được giao dịch với mức P/E trailing là 8,2x - khá cao so với các doanh nghiệp cùng ngành và bản thân HSG trong quá khứ - ở mức 6,5x – 7x. Chúng tôi đưa ra khuyến nghị **BÁN** đối với cổ phiếu HSG tại thời điểm hiện tại. Tuy nhiên, với lợi thế về thương hiệu cũng như hệ thống phân phối, HSG vẫn là doanh nghiệp đầu ngành mảng tôn mạ và nhà đầu tư vẫn có thể xem xét khi HSG về mức giá hợp lý hơn ([chi tiết](#)).

**Thông tin giao dịch**

Giá hiện tại (VNĐ/cp)	8.720
Giá cao nhất 52 tuần (VNĐ/cp)	28.650
Giá thấp nhất 52 tuần (VNĐ/cp)	8.210
Số lượng CP niêm yết (triệu cp)	384,9
Số lượng CP lưu hành (triệu cp)	384,9
KLGD b/quân 3 tháng (cp/phiên)	6,13 triệu
% sở hữu nước ngoài	19,77%
Vốn hóa (nghìn tỷ VNĐ)	3.160
P/E trailing 12 tháng (lần)	8,2x
EPS trailing 12 tháng (đồng/cp)	1.065

**Tổng quan doanh nghiệp**

Tên	Công ty Cổ phần Tập đoàn Hoa Sen
Địa chỉ	Số 9, Đại lộ Thống Nhất, KCN Sóng thần II, Dĩ An, Bình Dương
Doanh thu chính	- Tôn mạ; ống thép; ống nhựa
Chi phí chính	- Thép HRC, chi phí lãi vay
Lợi thế cạnh tranh	- Thương hiệu và hệ thống bán lẻ

**Danh sách cổ đông lớn**
**Tỷ lệ**

TNHH Tập đoàn Đầu tư Hoa Sen	25,37%
TNHH Đầu tư và Du lịch Hoa Sen	20,26%
Ông Lê Phước Vũ	10,7%
Beira Ltd.	4,52%
Tundra Vietnam Fund	3,50%
Khác	35,65%

## I. KẾT QUẢ HOẠT ĐỘNG KINH DOANH QUÝ 4 NĐTC 2017 - 2018

tỷ đồng	Q4/2018	Q4/2017	% yoy	NĐTC 17-18	NĐTC 16-17	% yoy
<b>Doanh thu thuần</b>	<b>8.566</b>	<b>6.939</b>	<b>23%</b>	<b>34.441</b>	<b>26.149</b>	<b>+32%</b>
<b>Lợi nhuận gộp</b>	<b>724</b>	<b>1.123</b>	<b>-36%</b>	<b>3.955</b>	<b>4.418</b>	<b>-10%</b>
Chi phí bán hàng	442	445	0%	1.804	1.513	+19%
Chi phí quản lý doanh nghiệp	196	258	-24%	881	801	+10%
<b>Lợi nhuận từ HĐKD</b>	<b>85</b>	<b>420</b>	<b>-80%</b>	<b>1.270</b>	<b>2.104</b>	<b>-40%</b>
Doanh thu tài chính	134	4	+3132%	179	54	+233%
Chi phí tài chính	351	171	+105%	971	589	+65%
Lợi nhuận khác	26	3	+784%	54	74	-26%
Lợi nhuận trước thuế	(106)	256	-142%	533	1.643	-68%
<b>Lợi nhuận sau thuế</b>	<b>(102)</b>	<b>204</b>	<b>-150%</b>	<b>410</b>	<b>1.332</b>	<b>-69%</b>

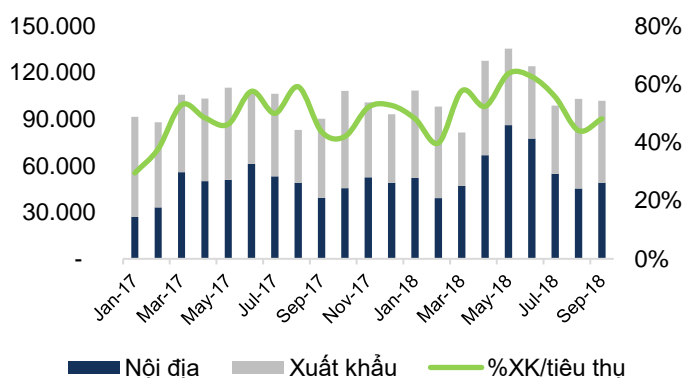
Nguồn: HSG, FPTIS tổng hợp

- Sản lượng tôn mạ tăng trưởng tốt, duy trì thị phần số 1 ở thị trường nội địa

### Tôn mạ

Trong 9 tháng đầu năm 2018, sản lượng tiêu thụ tôn mạ của HSG đạt 978.934 tấn (+10,7% yoy), mức tương đương với tăng trưởng của toàn ngành là 10,8%. Tăng trưởng về sản lượng chủ yếu đến từ thị trường nội địa với mức tiêu thụ 9 tháng đạt 518.185 tấn (+23,6% yoy). Sản lượng xuất khẩu đạt 460.549 tấn, gần như đi ngang so với cùng kỳ năm 2017. Ước tính tỷ trọng tôn mạ xuất khẩu giảm xuống 48% trong năm tài chính 2018 từ mức 51% trong năm tài chính 2017.

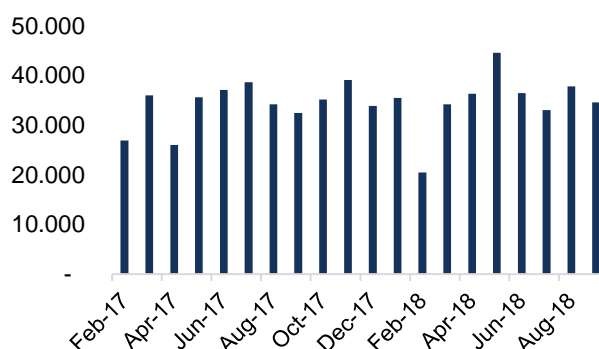
#### Sản lượng tiêu thụ tôn mạ



### Ống thép

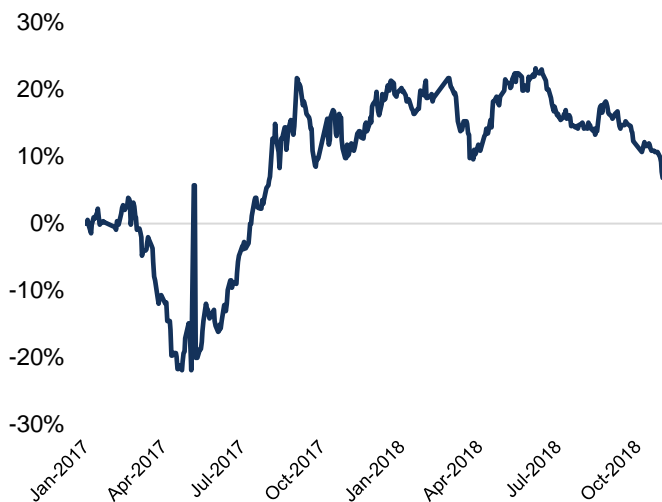
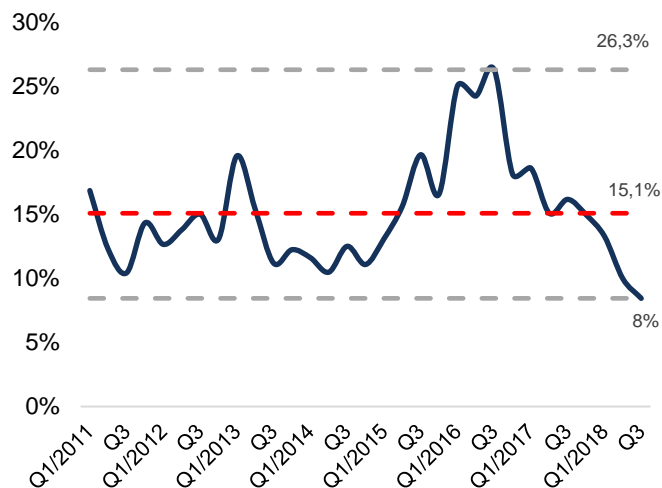
Trong 9 tháng đầu năm 2018, sản lượng thép ống thép tiêu thụ đạt 315.010 tấn (+12,5% yoy). Đây là một mức tăng trưởng ấn tượng trong bối cảnh tiêu thụ ống thép nội địa giảm 2,26% so với cùng kỳ. Thị phần số 2 của HSG trong mảng này tiếp tục được duy trì ở mức 18% trong 9 tháng 2018, tương đương so với cùng kỳ năm ngoái. Ước tính sản lượng ống thép trong cả năm tài chính 2018 của HSG đạt khoảng 420.000 tấn (+12% yoy).

#### Sản lượng tiêu thụ ống thép



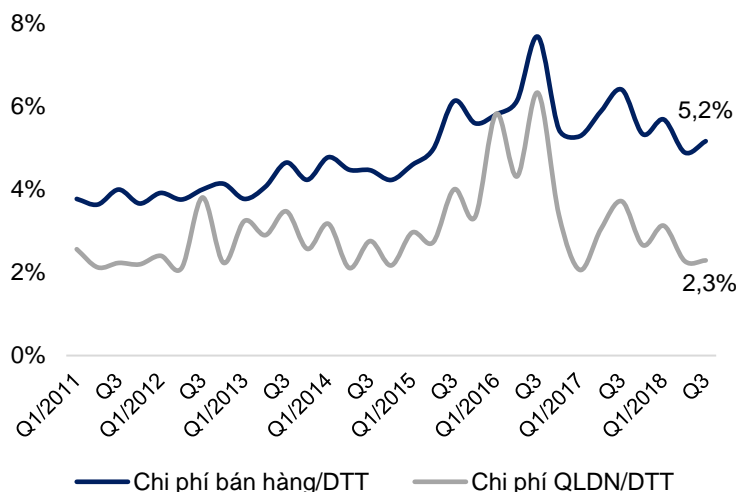
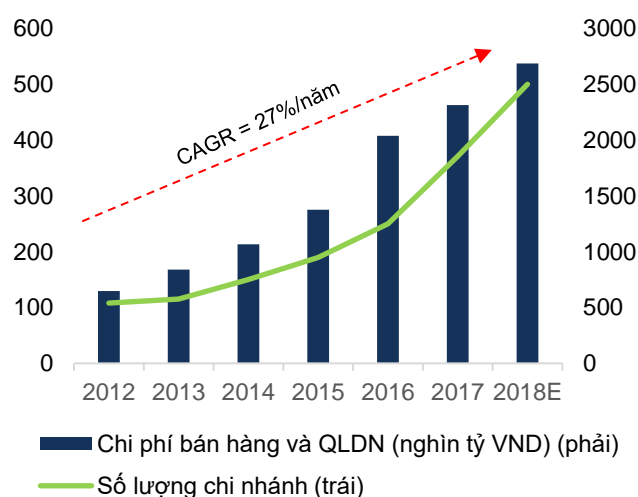
Nguồn: VSA, FPTIS tổng hợp

- **Giá HRC biến động mạnh và có xu hướng tăng, ảnh hưởng tiêu cực tới tỷ suất lợi nhuận gộp.** Chi phí HRC đầu vào tăng nhanh, với mức tăng trung bình 9 tháng tăng 19,8% ảnh hưởng đến tỷ suất lợi nhuận gộp. Trong Quý 4 của NĐTC 17-2018, tỷ suất lợi nhuận gộp của HSG chỉ đạt 8,5%, mức thấp nhất kể từ năm 2011 tới nay. Tính lũy kế cả năm tài chính 2018, tỷ suất lợi nhuận gộp của HSG chỉ đạt 11,5%, giảm đáng kể so với mức 16,9% của năm tài chính 2017.

**Biến động giá thép HRC**

**Tỷ suất lợi nhuận gộp của HSG**


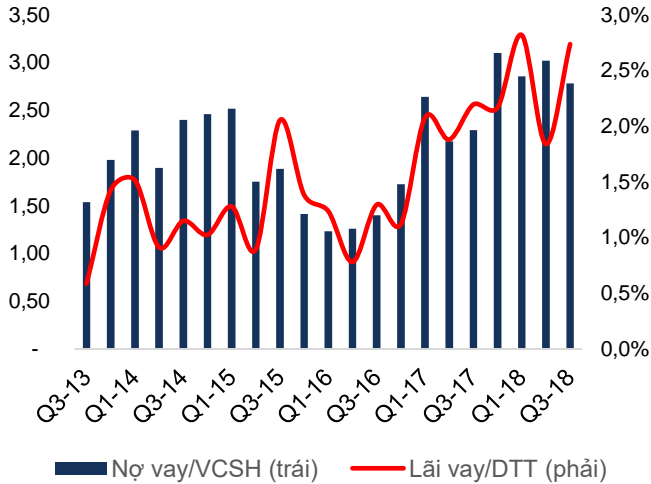
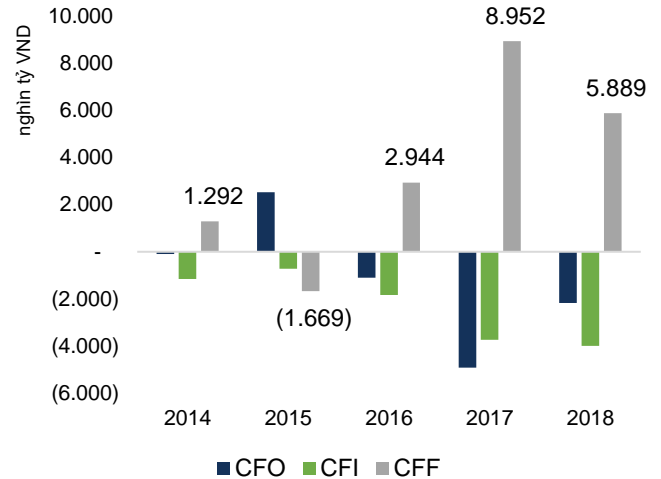
Nguồn: Bloomberg, HSG, FPTTS tổng hợp

- **Chi phí bán hàng ở mức 5,2% doanh thu thuần và chi phí quản lý doanh nghiệp ở mức 2,6% doanh thu thuần**, cao hơn đáng kể so với các doanh nghiệp cùng ngành do HSG vẫn đang tăng cường mở rộng hệ thống chi nhánh/đại lý bán lẻ của mình. Để vận hành số lượng chi nhánh lớn này, HSG cũng phải thuê nhiều nhân sự hơn các doanh nghiệp cùng ngành, dẫn đến chi phí nhân công tăng mạnh trong những năm vừa qua. Tính từ năm 2012 tới nay, chi phí bán hàng và quản lý doanh nghiệp của HSG tăng trung bình 27%/năm, trong khi đó tăng trưởng trung bình của doanh thu thấp hơn và ở mức 22,7%/năm. Đây là hệ quả của việc đánh đổi giữa chi phí quản lý và hệ thống chi nhánh của HSG.

**Tỷ lệ chi phí/DTT của HSG**

**Số lượng chi nhánh và chi phí**


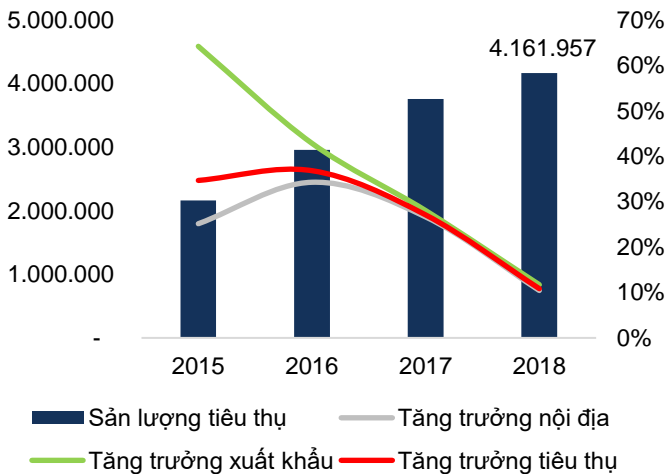
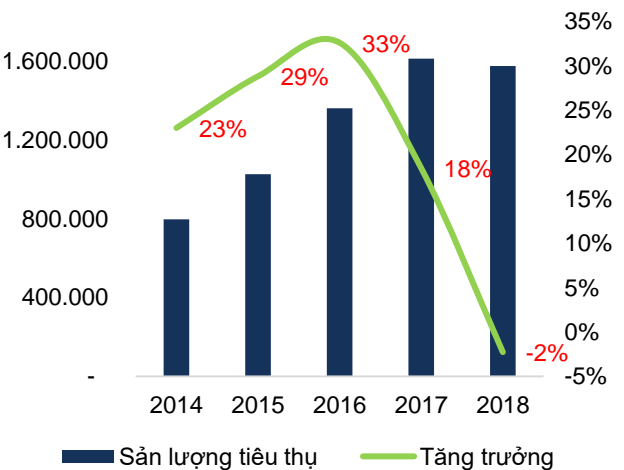
Nguồn: HSG, FPTTS tổng hợp

- **Áp lực chi phí lãi vay do tăng cường sử dụng vay nợ:** HSG chủ yếu sử dụng vay nợ để mở rộng công suất sản xuất và hệ thống phân phối một cách nhanh chóng. Tại thời điểm Q4/NĐTC 17-18, hệ số nợ vay/VCSH của HSG đã lên tới 2,78 lần – mức cao nhất kể từ 2011 cho tới nay. Nợ vay này của HSG chủ yếu là nợ vay ngắn hạn, do đó áp lực vốn lưu động và tỷ lệ đòn bẩy cao đã khiến lợi nhuận và dòng tiền hoạt động của HSG chịu tác động rất tiêu cực. Cụ thể, dòng tiền từ hoạt động kinh doanh niên độ 2016 - 2017 âm gần 5.000 tỷ, và niên độ 2017-2018 âm khoảng 2.200 tỷ.

**Cơ cấu nợ vay và chi phí lãi vay**

**Lưu chuyển tiền tệ HSG**


Nguồn: HSG, FPTS tổng hợp

- **Tăng trưởng mảng tôn mạ và ống thép có dấu hiệu chững lại ([quay lại](#))**

**Tiêu thụ tôn mạ lũy kế 9 tháng**

**Tiêu thụ ống thép lũy kế 9 tháng**


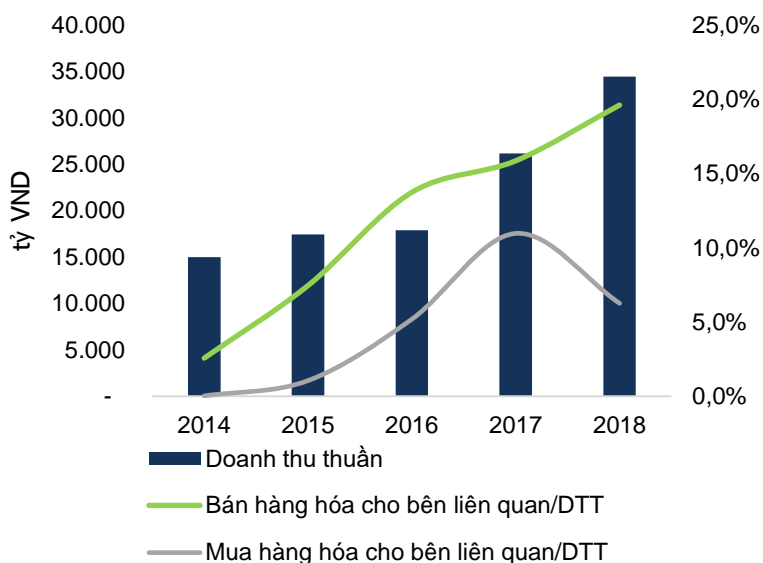
Nguồn: VSA, FPTS tổng hợp

Trong 9 tháng đầu năm 2018, tăng trưởng tiêu thụ mảng ống thép và tôn mạ đều đã chững lại và giảm khá nhiều so với cùng kỳ. Tăng trưởng tiêu thụ tôn mạ nội địa chỉ còn khoảng 10%, thấp hơn rất nhiều so với mức trung bình khoảng 25% trong 3 năm gần nhất. Đặc biệt, tiêu thụ ống thép thậm chí đã giảm 2%, so với mức trung bình khoảng 26% trong 4 năm gần nhất. Đây là một dấu hiệu cho thấy nhu cầu nội địa cho 2 nhóm sản phẩm này đã bước qua giai đoạn tăng trưởng nhanh, và mức tiêu thụ có thể sẽ chuẩn bị bước vào giai đoạn tăng trưởng ổn định. Thêm vào đó, các doanh nghiệp lớn vẫn liên tục mở rộng công suất khiến cạnh tranh gia tăng, khiến cho tỷ suất lợi nhuận nhiều khả năng sẽ bị sụt giảm đáng kể trong thời gian tới.

## Một số vấn đề đáng chú ý khác

### • Giao dịch với bên liên quan tăng mạnh

**Doanh thu và giao dịch với bên liên quan**



Nguồn: HSG, FPTS tổng hợp

Theo thuyết minh trên BCTC, lượng giao dịch bán hàng cho bên liên quan đang có xu hướng tăng rất mạnh trong những năm gần đây. Tỷ trọng bán hàng cho Công ty TNHH Đầu tư và Du lịch Hoa Sen và Công ty TNHH Tập đoàn Đầu tư Hoa Sen – các cổ đông lớn nhất của HSG – chiếm tới gần 20%, và mua hàng chiếm 6,3% trong doanh thu thuần của HSG trong năm tài chính 2018.

Điều này có thể dẫn tới rủi ro bị chiếm dụng vốn cho HSG và khiến nhu cầu vay bổ sung vốn lưu động của doanh nghiệp tăng lên.

Công ty TNHH Tập đoàn Đầu tư Hoa Sen hiện đang sở hữu một số chi nhánh/đại lý của HSG. Theo công bố của HSG, tập đoàn đang tiến hành tái cấu trúc hệ thống phân phối bằng cách nhận chuyển nhượng và chuyển nhượng một số chi nhánh/đại lý với TNHH Tập đoàn Đầu tư Hoa Sen. Chúng tôi sẽ cập nhật về vấn đề này khi có thêm thông tin.

### • Thoái vốn khỏi các khoản đầu tư ngoài ngành ([quay lại](#))

Trong năm tài chính 2018, HSG thoái vốn và giải thể tại các công ty con và công ty liên kết đang hoạt động trong lĩnh vực ngoài ngành, chủ yếu là bất động sản. Danh sách các khoản đầu tư của HSG như sau:

Công ty	Vốn góp (tỷ VND)	Tỷ lệ góp vốn	Tình trạng	Lĩnh vực	Dự án
CTCP Tiếp vận & Cảng Quốc tế Hoa Sen Gemadept	51,9	45%	Đã chuyển nhượng	Logistic	Cảng quốc tế Hoa Sen - Gemadept
CTCP Hoa Sen Vân Hội	2,8	70%	Đã giải thể	BDS	Dự án Đàm Vân Hội
CTCP Hoa Sen Hội Vân	0,45	45%	Đã giải thể	BDS	Khu du lịch suối nước nóng Hội Vân
CTCP Đầu tư hạ tầng Khu công nghiệp Hoa Sen Du Long	15,6	45%	Đang hoạt động	BDS	Khu công nghiệp Du Long - Ninh Thuận
CTCP Hoa Sen Yên Bái	84	70%	Đang hoạt động	BDS	Trung tâm thương mại Hoa Sen Yên Bái
CTCP Hoa Sen Quy Nhơn	27,9	45%	Đang hoạt động	BDS	Hoa Sen Tower Quy Nhơn

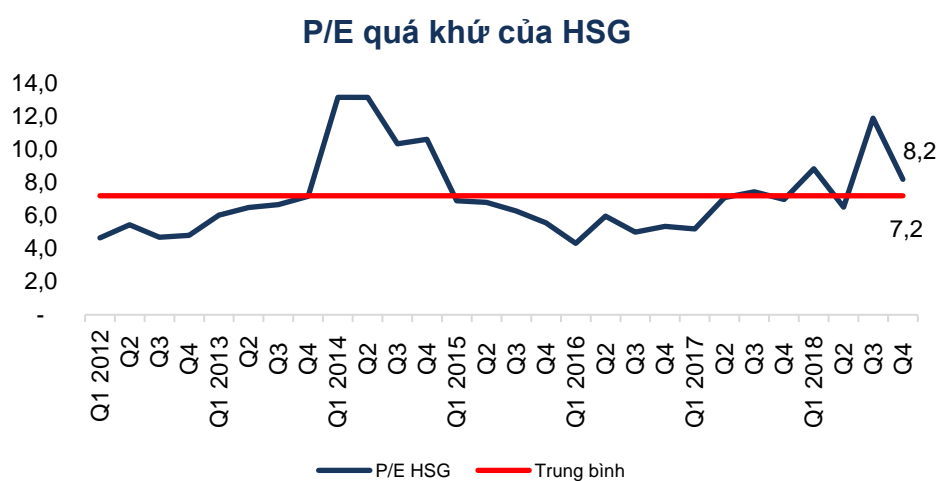
Nguồn: HSG, FPTS tổng hợp

Sau khi thoái vốn khỏi CTCP Tiếp vận & Cảng Quốc tế Hoa Sen Gemadept trong Q4/NĐTC 17-18, HSG đã ghi nhận khoảng 100 tỷ lợi nhuận bất thường. Cũng trong thời gian này, HSG đã tuyên bố giải thể 2 công ty liên kết liên quan tới Dự án khu du lịch sinh thái hồ Vân Hội, Yên Bái với lý do không tổ chức được sản xuất kinh doanh. Chúng tôi đánh giá việc đầu tư ngoài ngành của HSG có thể gây phân tán nguồn lực và đem lại rủi ro không đáng có cho doanh nghiệp.

**PHỤ LỤC ([quay lại](#))**

Mã	Giá cổ phiếu (VNĐ/cp)	Số lượng cổ phiếu đang lưu hành (triệu cp)	Giá trị vốn hóa (tỷ VNĐ)	LNST (tỷ VNĐ) (12 tháng)	P/E trailing
NKG	9.280	182	1.689	380	4,4x
VGS	9.400	38	353	59	5,9x
HPG	39.600	2.124	84.106	9.234	9,1x
<b>Trung bình</b>					6,5x
<b>HSG</b>	8.720	385	3.356	410	8,2x

*Nguồn: FPTTS tổng hợp*



*Nguồn: Bloomberg, FPTTS tổng hợp*



**Tuyên bố miễn trách nhiệm**

Các thông tin và nhận định trong báo cáo này được cung cấp bởi FPTTS dựa vào các nguồn thông tin mà FPTTS coi là đáng tin cậy, có sẵn và mang tính hợp pháp. Tuy nhiên, chúng tôi không đảm bảo tính chính xác hay đầy đủ của các thông tin này.

Nhà đầu tư sử dụng báo cáo này cần lưu ý rằng các nhận định trong báo cáo này mang tính chất chủ quan của chuyên viên phân tích FPTTS. Nhà đầu tư sử dụng báo cáo này tự chịu trách nhiệm về quyết định của mình.

FPTTS có thể dựa vào các thông tin trong báo cáo này và các thông tin khác để ra quyết định đầu tư của mình mà không bị phụ thuộc vào bất kì ràng buộc nào về mặt pháp lý đối với các thông tin đưa ra.

Tại thời điểm thực hiện báo cáo phân tích, FPTTS nắm giữ 46 cổ phiếu HSG và chuyên viên phân tích không nắm giữ cổ phiếu HSG nào.

Các thông tin có liên quan đến chứng khoán khác hoặc các thông tin chi tiết liên quan đến cổ phiếu này có thể được xem tại <http://ezsearch.fpts.com.vn> hoặc sẽ được cung cấp khi có yêu cầu chính thức.

Bản quyền © 2010 Công ty chứng khoán FPT

**Công ty Cổ phần Chứng khoán FPT  
Trụ sở chính**

52 Lạc Long Quân, Phường Bưởi,  
Quận Tây Hồ, Hà Nội, Việt Nam.

ĐT: (84.24) 3 773 7070 / 271 7171

Fax: (84.24) 3 773 9058

**Công ty Cổ phần Chứng khoán FPT  
Chi nhánh Tp.Hồ Chí Minh**

Tầng 3, tòa nhà Bến Thành Times  
Square, 136-138 Lê Thị Hồng Gấm,  
Quận 1, TP. Hồ Chí Minh, Việt Nam.

ĐT: (84.28) 6 290 8686

Fax: (84.28) 6 291 0607

**Công ty Cổ phần Chứng khoán FPT  
Chi nhánh Tp.Đà Nẵng**

100, Quang Trung, Phường Thạch  
Thang, Quận Hải Châu, TP. Đà  
Nẵng, Việt Nam.

ĐT: (84.236) 3553 666

Fax: (84.236) 3553 888